lax889889.com 299520.xyz

广州酒家：月饼短有弹性，速冻长有期待

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇
电话：0755-82132098
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：姜甜
电话：0755-81981367

2020年8月20日

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

投资摘要

- **公司概况：餐饮立品牌，食品创规模，双轮促成长**

  广州酒家缘起1935年，系“中华老字号”，最初以粤菜驰名，90年代即发力月饼等食品规模化生产，立足“餐饮立品牌，食品创规模”战略，将老字号历史沉淀的品牌优势，以月饼、速冻等食品销售进行规模生产与变现，双轮驱动成长，成为如今华南地区的大型餐饮食品集团，尤系广式月饼翘楚，2017年上交所上市。

- **月饼业务：传统节庆食品，盈利能力强劲，品牌规模筑壁垒**

  月饼行业稳健增长，广式月饼占比领先。虽然进入壁垒不高，但因季节性和社交属性，一是短期高效规模化产销壁垒不低，龙头依托其品牌+产销体系支持，优势凸显；二是品牌溢价，盈利较强。疫情下中小酒楼月饼或相对谨慎，行业有望加速集中，而公司依托龙头地位、产能扩容及并表陶陶居品牌整合扩充，有望加速成长。

- **速冻业务：差异竞争，短期疫情催化，中线产能支撑**

  弱周期，传统米面格局初定，公司聚焦粤式点心错位竞争。短期疫情催化需求，速冻行业销售大增49%，优势龙头明显受益。公司新增产能支撑疫情期销售，中线产能持续释放+研发发力下成长空间值得期待。

- **公司成长：扩产能、广渠道、重研发，强整合，迎接疫后成长**

  扩产能，公司2019年开始进入产能扩容周期，依托粮丰园、德利丰补充及湘潭、梅州基地建设，未来3年产能有望增60-100%；**广渠道**，线上电商积极发力，线下经销、直销扩张助力跨区域扩张；**重研发**，产品推陈出新，关注后续提价能力；**强整合**，收购陶陶居，以股权合作方式参股上下游，疫情后有望加速整合扩张。

- **投资建议：稳健品种，月饼短有弹性，速冻长有期待，估值和涨幅相对落后同题材板块，维持“买入”**

  上调公司20-22年EPS为0.90/1.36/1.64元（此前为0.87/1.32/1.59元），对应估值48/32/27倍。公司所处行业稳健增长，疫情下月饼有望加速集中，速冻有望带来新机遇，且未来2-3年产能释放带来业绩增长相对确定和可预期，给予未来6-12个月合理价格54元（对应21年40x，25%空间），维持“买入”。

- **风险提示：宏观、疫情等系统性风险，食品卫生安全，收购整合风险，高新技术认证可能未续期，市场风险等。**

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

目录

- 公司概况：餐饮立品牌，食品创规模，双轮促成长
- 月饼业务：传统节庆食品，盈利能力强劲，品牌规模筑壁垒
- 速冻业务：差异竞争，短期疫情催化，中线产能支撑
- 餐饮业务：疫情下加速行业出清，老字号整合谋求新成长
- 公司成长：扩产能、广渠道、重研发，强整合，迎接疫后成长
- 投资建议：稳健品种，月饼短有弹性，速冻长有期待，维持“买入”
- 风险提示

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

●公司概况：餐饮立品牌，食品创规模，双轮促成长

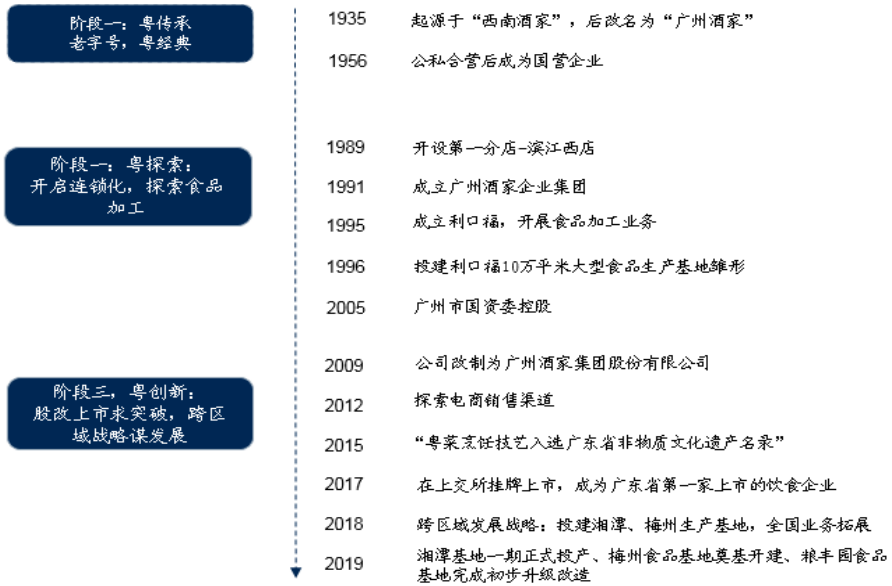
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司概况：餐饮老字号，食品创规模，双轮促成长

- **公司沿革：餐饮老字号，食品创规模，双轮促成长。**公司缘起陈星海先生1935年创办的“西南酒家”，后取意“食在广州”更名“广州酒家”，迄今已有80多年历史，是一家“中华老字号”。公司最初以粤菜驰名，1956年公私合营后成为国营企业，1995年，成立利口福食品有限公司，正式开展食品加工，较早发力月饼规模化生产，并以闲置产能生产速冻食品。**2017年上交所上市。**
- **战略与优势：**立足**“餐饮立品牌，食品创规模”**战略，**将餐饮老字号多年沉淀的品牌优势，以月饼等食品销售进行规模生产与变现，**成为如今华南地区的大型餐饮食品集团，尤系广式月饼翘楚。

图 1：广州酒家的发展沿革



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

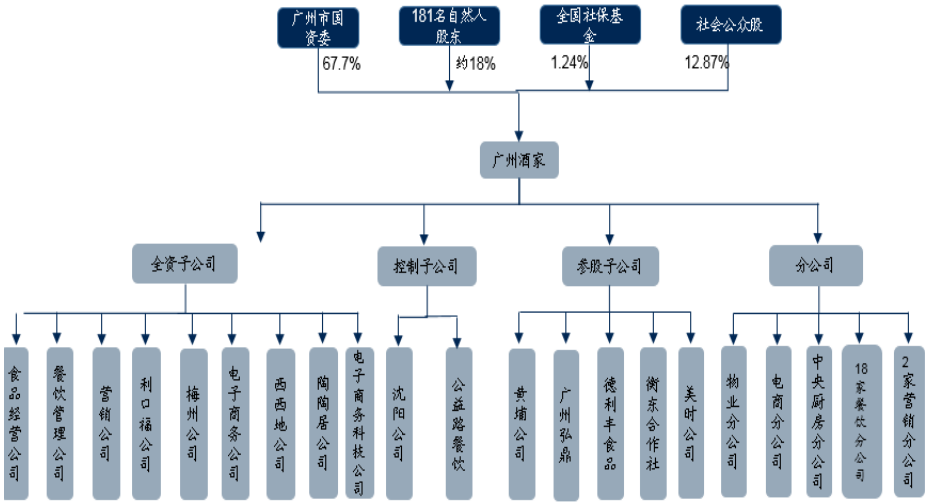
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司概况：广州国资控股，年初人事变动落定

- **股权结构：广州市国资控股，员工持股+股权激励。**公司2005年由广州市国资委和182名自然人（原广酒子公司职工）发起设立。公司经营管理层主导，部分自然人持股，且2018年底股权激励计划落地（**行权要求：19-21年每年收入、业绩同增10%**），激励机制在国企中相对较为市场化。
- **人事变动落定。**今年1月，**赵利平升任公司总经理，黎钢新调任公司副总经理，陈扬**新任公司董秘。
- 8月，公司公告董事长徐伟兵、总经理赵利平因个人资金需求拟2020.9.4-2021.3.3间竞价交易减持不超19.9万股、6万股，合计不总股本的0.0642%，比例极低。结合历史跟踪，董事长上市以来未减持，赵利平先生本次减持公告与此前减持情况类似，预计系常规性减持行为，整体影响有限。

图 2：公司的股权结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理，自然人股东持股比例为根据招股说明书公布情况及减持公告估算。

表1：上市以来广州酒家高管减持情况

减持公告时间	姓名	减持时股东身份	持股数量（股）	公告时持股比例	计划减持数量（股）	减持后续跟踪
2018年8月9日	郭伟雄	监事	617,202	0.1528%	不超过120,000股	未减持
2018年8月9日	赵利平	高管	587,370	0.1454%	不超过130,000股	未减持
2019年8月24日	赵利平	高管	587,370	0.1454%	不超过130,000股	实际减持58,000股，减持总金额1,915,941元，减持价格32.45-34.01元
2020年8月14日	徐伟兵	董事长	798,282	0.1976%	不超过199,000股	拟2020.9.4-2021.3.3间竞价交易减持
2020年8月14日	赵利平	高管	529,370	0.1310%	不超过60,000股	拟2020.9.4-2021.3.3间竞价交易减持

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司业务：食品餐饮双轮驱动，月饼支撑，速冻发力

- **核心业务：食品餐饮双轮驱动，月饼支撑，速冻发力，老字号品牌突出，华南区域优势领先。**
- **食品：**拥有月饼，速冻，腊味、西点和饼酥等多个品类，“广州酒家”、“利口福”、“秋之风”、“粮丰园”、“陶陶居”等著名品牌；通过多年发展，自建和外延并重，**目前拥有广州利口福基地（本部）、茂名粮丰园（收购）、湘潭、梅州基地等食品生产基地**；销售渠道经销与直销兼顾，其中公司拥有利口福食品零售门店超200家（含加盟店），近两年积极发力线上渠道等。
- **餐饮：**拥有门店20余家，包括**广州酒家、陶陶居、天极品 、星樾城**等餐饮品牌。其中广州酒家原有餐饮以直营门店为主，而陶陶居则以授权经营为主。

图 3：公司主要业务范围

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

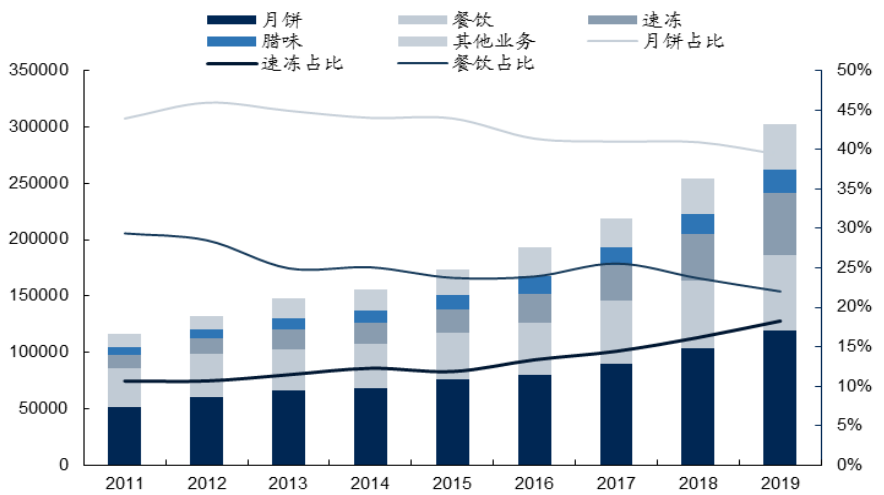
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司业务：食品餐饮双轮驱动，月饼支撑，速冻发力

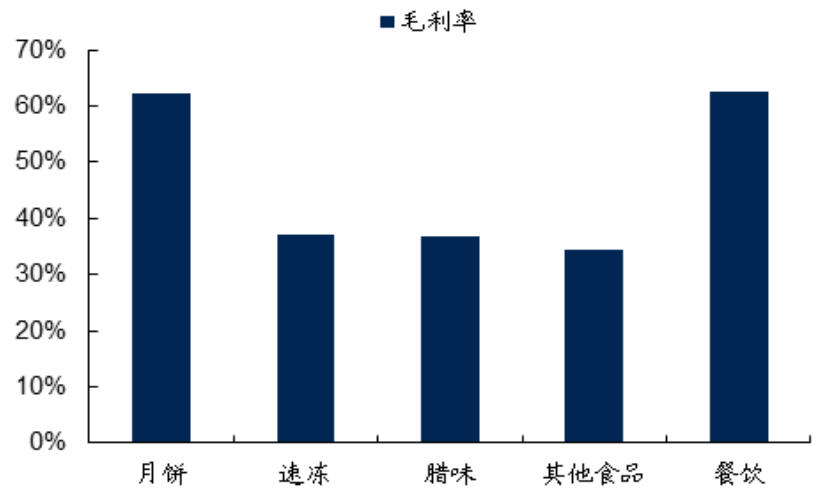
- **月饼：**收入占比约40%左右，且毛利率高达62-63%，盈利能力强劲，贡献公司整体毛利的45-50%，系公司盈利的最核心支撑。
- **速冻：**最早来自公司月饼闲置产能利用，过往受制产能，近几年收入占比逐步从11%增至18%，毛利率33-37%，毛利贡献从此前的6%逐步提升至13%，系公司近两年成长的重要增长点。
- **餐饮：**收入占比在22%-30%之间，毛利率60%+，但由于餐饮收入近几年增速平稳，占比持续降低，目前毛利贡献占比27-30%。
- **从盈利角度，我们估算2017-2019年餐饮盈利贡献占比15-18%，食品盈利贡献占比80%+。**

图 4：公司收入构成情况和核心业务收入占比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5：公司收入构成情况和核心业务收入占比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

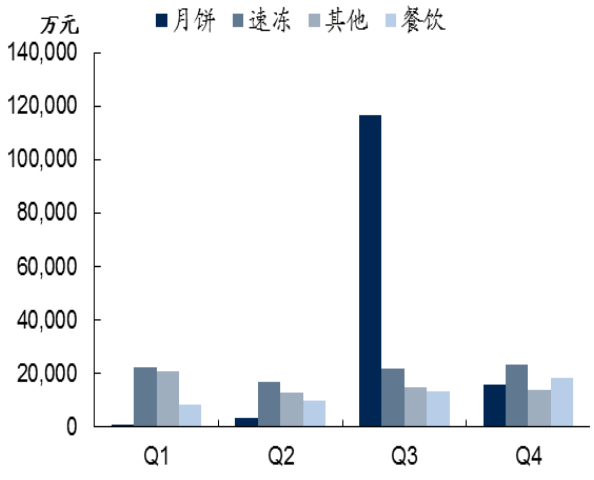
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司业务：月饼影响较大，季节性突出，Q3旺季鲜明

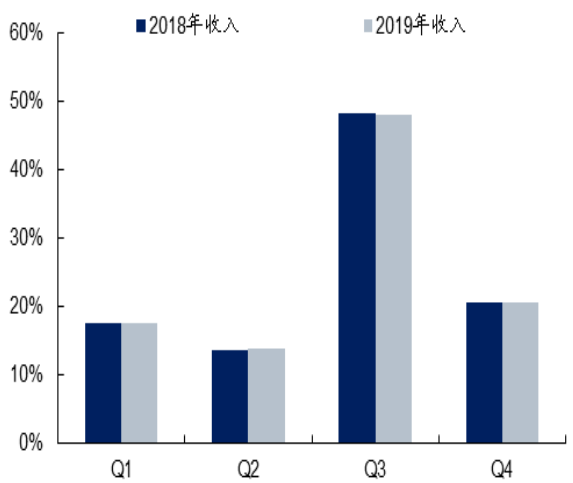
- **季节性突出，Q3旺季特征鲜明。**从公司各业务来看，月饼季节性最突出，基本集中在Q3，速冻和其他食品业务相对更平均，一般Q1良好，Q2最低，下半年好于上半年。餐饮业务也以下半年居多。由于公司业务月饼收入和盈利占比较高，而月饼业务具体突出季节性特征，因此公司收入和业绩呈现突出的季节性特征，Q3系公司一年收入和业绩的最旺季。
- 如下图所示，从2018-2019年的情况来看，公司Q3收入占比接近50%，业绩占比在62-68%之间，旺季特征鲜明。与之相比，其他几个季度相对均属淡季，其中Q2收入和业绩占比最低，Q4则部分受中秋时间早晚、速冻发力情况以及公司费用情况相关。

图 6：公司2019年各业务收入构成



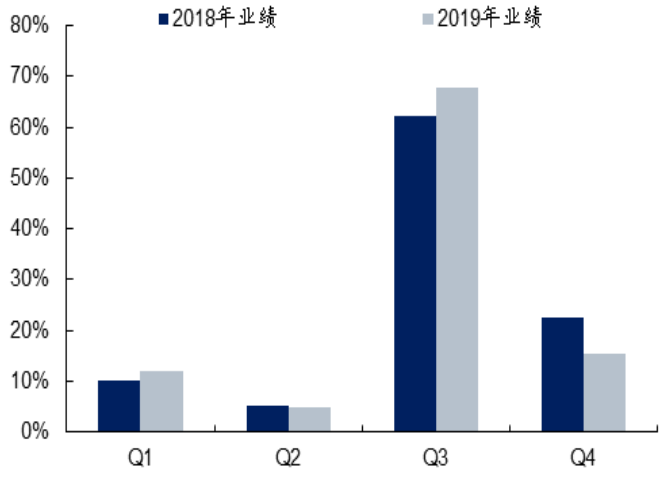
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：公司2018-2019年收入季度构成情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：公司2018-2019年业绩季度构成情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- 月饼：

  传统节庆食品，盈利能力强劲，品牌规模筑壁垒

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼总览：传统节庆食品，盈利能力强劲，品牌规模筑壁垒

- 月饼思考：传统行业增速如何？行业壁垒如何？特点如何？盈利如何？龙头优势？今年新变化？
- 公司看点：核心竞争力如何？成长如何？

图 9：月饼行业分析总览

月饼	行业增长	整体稳健增长，受经济影响但相对较弱，线上增长好于线下
	行业特点	广式月饼占比最高，区域性、季节性突出
	行业壁垒	进入壁垒不高，难在成规模！（提前准确预判+短期高效生产销售）
	盈利能力	社交属性支撑高盈利能力，但以较高产销率为前提
	龙头优势	区域优势凸显，品牌优势+规模化生产销售体系支撑
	今年变化	疫情下中小酒楼月饼或相对谨慎，部分港式月饼情况需跟踪
	公司看点	品牌规模优势突出，短看疫情下加速集中，中看产能支持与扩容

资料来源：中培糖协，艾媒金榜、公司公告、中国食品报等，国信证券经济研究所整理分析汇总

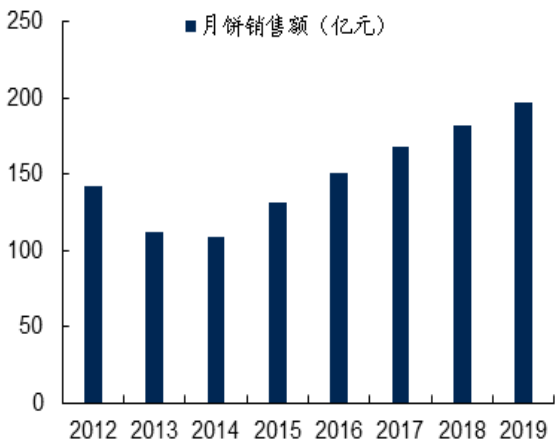
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼行业：传统节庆食品，整体稳定成长，线上增速好于线下

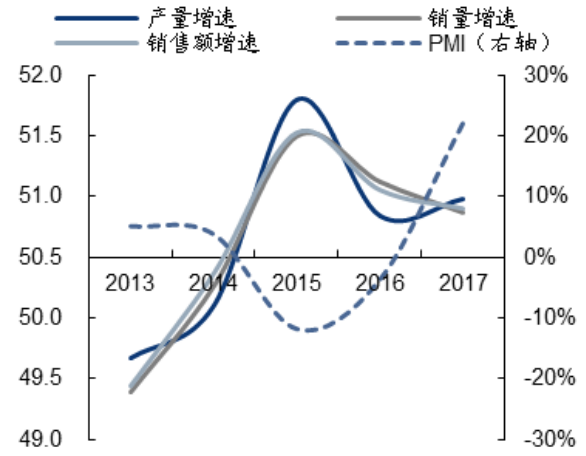
- **月饼：传统节庆食品，稳健增长，相对弱周期，线上增速好于线下。**参考中焙糖协及艾媒等数据，月饼行业2012-2017年年均增长2%，增速稳定，其中2013-2014年因去三公相对承压，但2015年后大众消费支持下逐步恢复，整体稳健增长。据中国食品报网，中培糖协表示2019年国内**月饼产量约30万吨，销售额约200亿元**，每年平稳增长，其中线下传统渠道同降5-10%，线上销售额同比增长约20%，同时线上销售额占月饼总销售的比重达15-18%。
- **平价消费主导，消费群体日益年轻化。**去三公后，近几年月饼消费市场逐步以个人和家庭为主，月饼主要价格区间200元以下，平价消费主导，且从消费主体来看，20-39岁占比总和持续上升。

图 10：月饼行业销售整体稳健增长



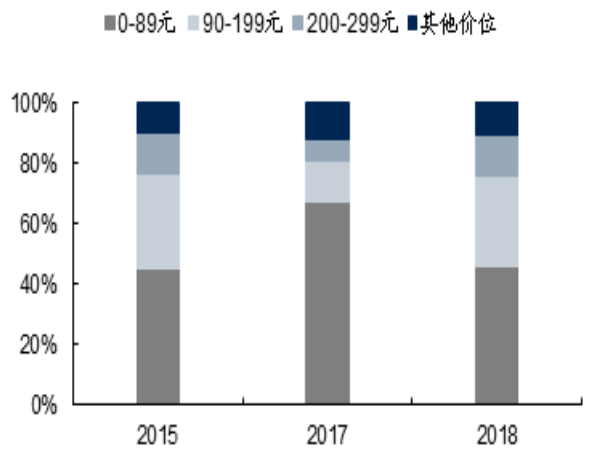
资料来源：中焙糖协，艾媒咨询等，国信证券经济研究所整理

图 11：月饼行业产销与PMI比较



资料来源：中培糖协，前瞻研究院等，国信证券经济研究所整理

图12：月饼主要价格购买区间



资料来源：CSISC大数据研究实验室，国信证券经济研究所整理

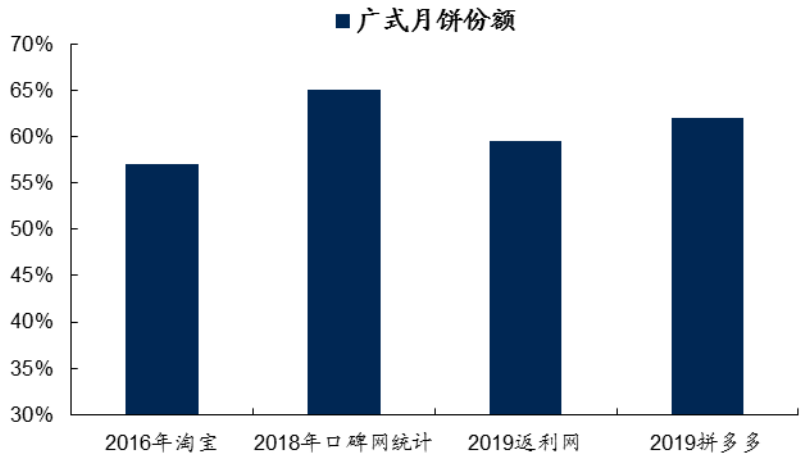
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼行业：区域特色相对鲜明，广式月饼优势突出

- 国内月饼行业包括**广式月饼、苏式月饼、京式月饼、滇式月饼**等流派，区域特色鲜明。根据中培糖协的数据，2019年，按邦式来看，广式、苏式、京式月饼仍是主流，滇式月饼增长较快，上述四类月饼约占八成+。
- **广式月饼系月饼中的优质赛道，占比高，辐射较广。广式月饼**相对易保存和运输，可辐射区域相对较广，且较早工业化生产，加之广式月饼中的港式月饼的全国渗透，因此广式月饼目前**居月饼各赛道第一。**据淘宝平台、口碑网、返利网、拼多多等平台数据，**广式月饼的市场份额均最高，占比5成或以上，系月饼品类中的相对优势赛道。**

图 13：2019年国内月饼龙头估算市场份额情况



资料来源：艾媒金榜、公司公告、界面网、21世纪商业评论等，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼行业：区域各有玩家，品牌龙头突出

- 从参与者来看，既包括食品烘培类的龙头布局月饼，也包括餐饮酒楼等月饼布局，以及跨界布局。
- 区域特色突出：华南以**广式月饼**为主，既含港式**美心、荣华**等香港老牌龙头，也包括**广州酒家、东莞华美、莲香楼、金九月饼**（粤西大月饼）等国内广式月饼龙头；华东以**杏花楼、元祖月饼**等为代表，华北以**稻香村**等为代表。结合前面分析，广式月饼相对居首，龙头地位突出，其中港式月饼定位相对高于国内月饼，尤其美心较早全国辐射，而其他月饼龙头则以本地优势区域为主。

表2：月饼行业代表参与者情况

分类	品牌	公司简介
烘焙类	北京稻香村	1895年始于北京，中华老字号,北京早期的南味食品企业,以“饼艺至尊"享誉中外的大型传统食品企业
	元祖股份	1980年成立于台湾，1993年进驻上海，曾获评中国月饼十强企业，专业设计制做糕点月饼食品的企业,
	稻香村	稻香村集团的前身为苏州稻香村，始创于公元1773年（清乾隆三十八年）的苏州，中国糕点行业现存历史悠久的企业之一，作为国家首批认定的“中华老字号”及驰名中外的“稻香村”品牌创立者，全国700家专卖店。
	东莞华美	1991年成立于东莞，以月饼/饼干/糕点等食品产销为主的烘焙行业企业，旗下已拥有东莞和湖北2个厂区，自动化生产线数十条，月饼日产能可达220万个，已在湖北开展莲子种植项目，在河南建立面粉供应基地
	深圳安琪	1994年成立于深圳，公司专业生产经营月饼、馅料、面包、糕点及各类休闲食品，是冰皮月饼行业标准起草单位，但曾承压
	金九饼业	源自国内月饼之乡吴川，由吴川金九大酒店创始人郑金九先生所创立，月饼起家，以五仁火腿大月饼为特色（粤西大月饼）
餐饮及老字号等	广州酒家	起源于陈星海先生1935年创办的“西南酒家”，后取意“食在广州”更名为“广州酒家”，1995年，成立利口福食品有限公司，正式开展食品加工业务，此后逐步从一间餐饮店发展成为如今华南地区深具岭南特色的大型餐饮食品集团。
	香港荣华	1950年成立于香港，源于元朗荣华酒家,香港极具规模的饮食集团,香港广式月饼的代表,以白莲蓉月饼著称
	美心集团	成立于1956年，创立于香港，是香港大型月饼生产商之一，亦是多元化的餐饮集团，其经营范围包括中菜、亚洲菜、西菜、快餐、西饼、咖啡店、回转寿司店及机构食堂等，其月饼业务核心在于零售网点丰富，国内经销体系发达，根据尼尔森香港月饼市场调查报告，连续21年香港销售第一，占香港月饼市场40%左右份额。
	莲香楼	1889年始于广州，中华老字号，主要经营传统粤菜和广式点心，"老广州手信"传统和创新系列产品的代表企业，以莲蓉月饼著称
	陶陶居	1880年始于广州，已有上百年历史，经营上以菜点与糕点并重，其生产的“陶陶居上月月饼”是广式月饼品牌之一。2000年9月，陶陶居以“场地和品牌经营”租赁方式交由幸运楼饮食集团经营
	杏花楼	1851年始于上海，原名探花楼，是中华老字号之一，上海老商标，素以地道粤菜/粽子腊味/精制月饼著称
	酒店月饼	一般高档酒店都会推出自己的酒店月饼品牌，比如岭南控股旗下各个酒店等，市场非常分散，但类型繁多，多数以贴牌、代工生产为主
	其他跨界	比如星巴克、哈根达斯、德芙、可颂等国外其他行业品牌跨界，以及国内其他行业品牌跨界等

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

国信证券经济研究所 GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼行业：进入门槛不高，但短期形成规模化产销是壁垒

- **月饼行业：进入壁垒不高，参与者众多。**包括各类食品烘焙企业、餐饮老字号、酒店类和其他跨界等众多参与者，**但由于季节性特征鲜明，**产品生产多集中在7-8月，销售主要集中于8、9月份，每年销售时间仅40-50天，且销售高峰一般集中于中秋前10多天，因此一是需要提前预判销售情况，提前采购原料组织人工和生产；二是短期销售定成败，需要足够的销售网络铺垫支撑才能有效实现销售；三是有效价格管控，经销渠道与直销渠道价格平衡，适合推动销售又要保证利润。换言之，**月饼业务短期大规模生产和销售的要求非常高，需要准确预判、短期高效产销配合。**
- **综合来看，虽然月饼行业本身进入壁垒不高，但由于高度季节性产品，短期高效规模化产销壁垒不低！其中，月饼龙头依托其品牌优势、产销体系支持，优势凸显。**

图 14：月饼一般进入壁垒不高，但短期高效规模化生产销售壁垒不低

月饼行业：进入壁垒不高，难在成规模！

规模化生产：一看销售预判，二看高效组织生产和销售，品牌支撑+短期高效运转是核心

生产组织 *预判+产能！*	**7-8月**	**提前预判采购**	原材料：莲蓉、蛋黄、糖、面粉等	销售起量后，再规模生产一般来不及
		人工和产能	有效组织季节用工，生产线支持	
销售安排 短期高效	**8月-中秋**	**经销**	快速铺货+合理定价+价格体系管控	一般销售高峰仅10余天，短期销售定成败
		直销	营销宣传+终端销售推广+线上线下联动	

资料来源：中焙糖协，公司公告等，国信证券经济研究所整理分析

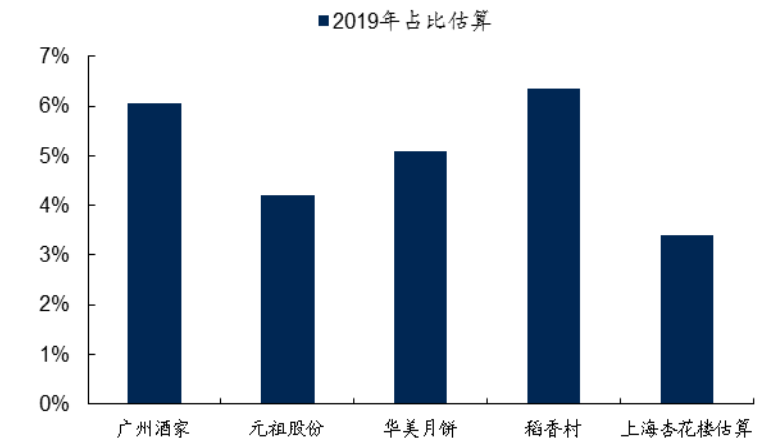
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼行业：社交属性推动老字号品牌溢价，规模较有支撑

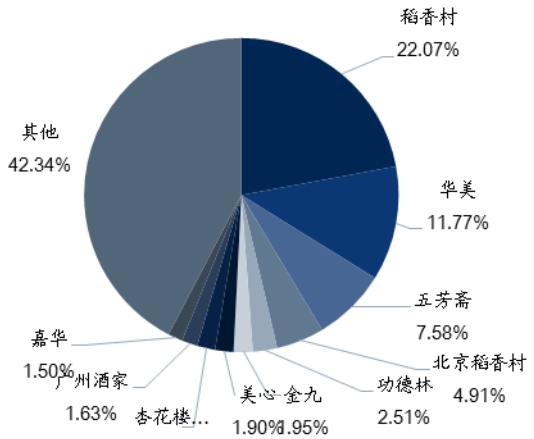
- **社交属性支撑品牌溢价，老字号品牌龙头优势凸显。**月饼社交属性下，消费者礼节需求侧重商品品牌，加之其季节性鲜明，规模化生产和销售壁垒较高，因此品牌龙头优势日益凸显。**据大麦电商网统计，2016年月饼成交量前20%的品牌占据月饼市场62%的交易量。**
- 具体看龙头，以艾媒金榜2019年国内月饼市场197亿销售额为估算基础，**广州酒家**和**元祖股份**的月饼市场份额分别在6%、4%左右，**华美月饼**份额在5-6%左右，**稻香村**估算在5-7%左右，**上海杏花楼**市场份额在3-4%左右，此外我们预计美心的市场份额或不低于广酒等，龙头优势相对凸显。
- 龙头线上份额有所差异：参考艾媒金榜，稻香村、华美、五芳斋等线上占比较高，美心、广酒等线上占比相对次之，与此前营销策略差异相关，但也在另一个角度体现广酒后续线上布局潜力。

图 15：2019年国内月饼龙头估算市场份额情况



资料来源：艾媒金榜、公司公告、界面网、21世纪商业评论等，国信证券经济研究所整理

图16：2019年国内月饼龙头线上市场份额情况



资料来源：艾媒金榜等，国信证券经济研究所整理

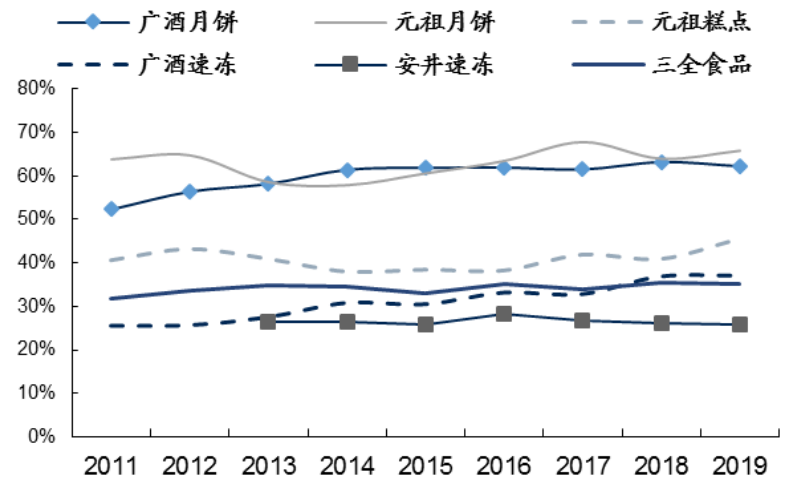
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼龙头：老字号品牌溢价，盈利能力强劲

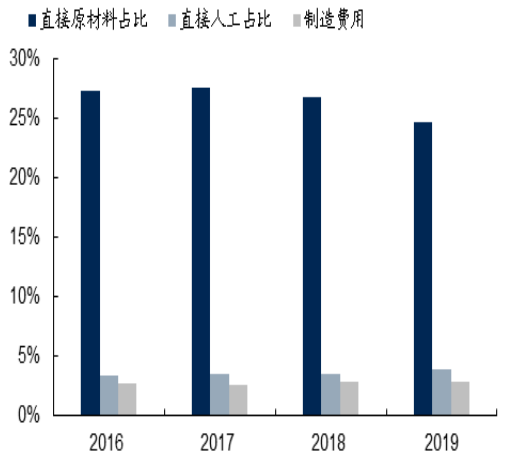
- **月饼：社交属性和季节特征带来高盈利。社交属性带来品牌溢价，加之本身季节食品闲置产能的平衡要求**，品牌龙头定价相对不低，毛利率较高。**从广州酒家各业务来看，其月饼毛利率**2019年达到62%，盈利能力强劲。与其他竞争对手相比，广州酒家和元祖股份2011-2019年月饼毛利率基本在60%+左右，高于其他上市公司的食品业务毛利率（速冻、糕点等方面）。
- **月饼成本：原材料主导，人工和制造费用占比较低。从广州酒家的情况来看，月饼**原材料占成本比约为24%-28%，是成本的最主要构成；人工成本和制造费用分别不到4%、3%，影响较小。
- 原材料中，采购量最大的是糖料、油料和莲子，但从金额来看，**主要是莲子、禽蛋和油料。**

图 17：公司月饼毛利率与速冻及同类可比公司对比



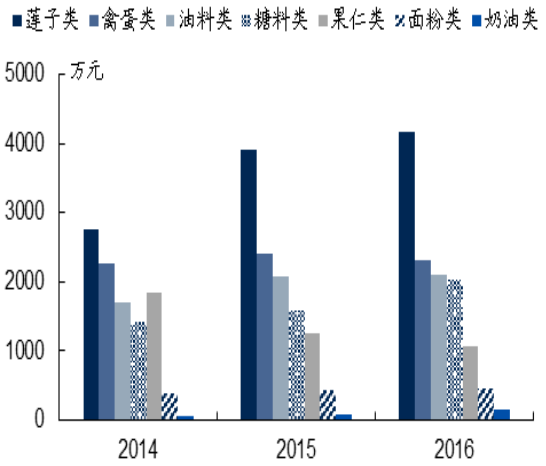
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：公司月饼成本构成



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 19：公司月饼原材料构成情况



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理
注：用招股书中的月饼原材料消耗及采购单价计算

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

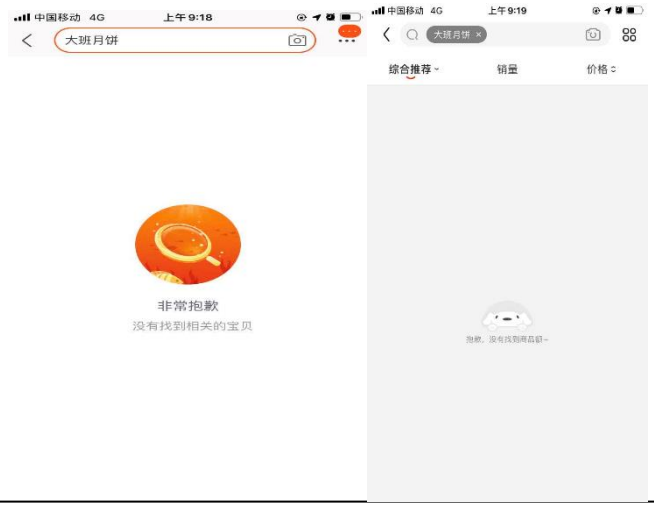
月饼行业变化：港式月饼定位高端，跟踪疫情等多因素影响

- **港式月饼定位高端：**一般定价比国内月饼高30%，拥有美心、荣华、大班等众多品牌，其中美心连续21年系香港月饼销售第一，通过其经销零售渠道辐射内地（尤其华南、华东），价格占优。
- **目前美心月饼影响预计有限，仅需跟踪香港疫情扰动下后续情绪因素等。**7月20日美心大埔月饼厂有员工确诊，但7月22日美心官方表态，公司已销毁相关产品并迅速恢复生产，目前美心天猫、京东等渠道仍正常销售。考虑目前距离中秋仍有待时日，故生产供货层面此前员工确诊事件预计实际影响有限，只是需要跟踪香港疫情反复下对终端消费者情绪是否有影响。
- 不过，此前大班月饼因港独因素影响，目前电商平台均下家，预计今年内地市场销售继续受限。

图 20：美心淘宝、京东等渠道目前正常销售

资料来源：淘宝、京东等8月11日截屏、国信证券经济研究所整理

图21：大班月饼淘宝、京东等渠道均下架



资料来源：淘宝、京东等8月11日截屏、国信证券经济研究所整理

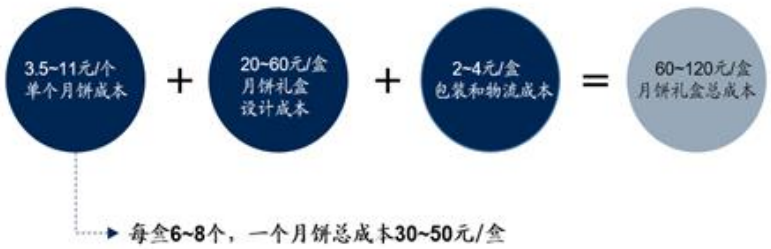
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

月饼行业变化：疫情之下，国内传统中小酒楼月饼或相对谨慎

- 除上述品牌龙头外，国内月饼行业还存在广泛而分散的酒楼月饼。由于酒楼有一定客源支撑，加之月饼盈利尚可，因此一直有月饼销售传统，且多以OEM代工再自行销售。OEM下酒楼通常需要预判销量，预付原材料和加工费用，承担前期资金和库存压力，但可以获得高额利润回报，且自有品牌模式下还可扩大宣传。但**由于月饼销售期仅40-50天，高峰期仅10余天，一旦预估不当或销售欠佳，风险也大，有一定博弈性质。因此对酒楼而言，月饼OEM模式通常高盈利高风险。**
- 今年疫情影响下，由于线下餐饮、酒店本身也受到较大负面影响（客流情况可能不及往年同期），加之月饼社交理解产品也需要部分兼顾经济影响，因此不排除在月饼业务方面相对谨慎，部分可能更倾向于代销模式，换言之国内中小酒楼月饼的供应量或有所减少。

图 22：星级酒店月饼成本解析



资料来源：北京商报、国信证券经济研究所整理

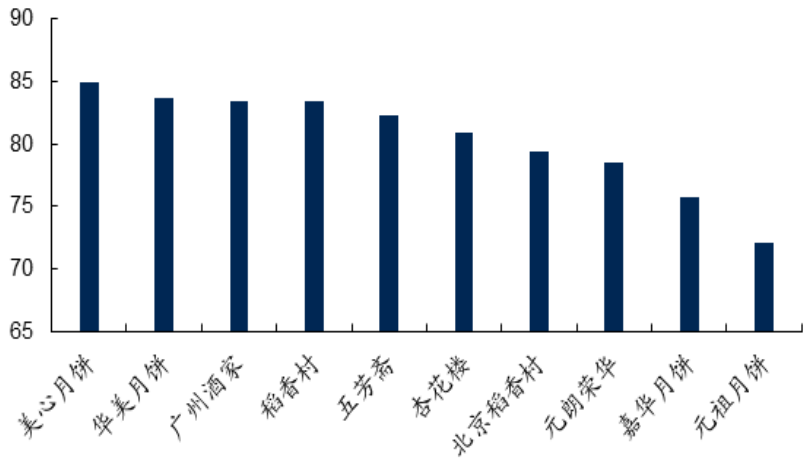
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司看点：广式月饼龙头，中等定位规模领先

- **公司系广式月饼龙头翘楚。**公司依托老字号餐饮品牌沉淀，较早布局月饼且90年代就实现了月饼规模化生产，品牌和规模优势突出。据广州国资委官网今年8月3日报道，经中国食品工业协会认定，**广州酒家利口福月饼2019年产销量超1200万盒,连续第八年位居全国同行业第一。**并且，公司食品业务自主生产主导（代工生产不到5%），品质有保障。
- **大众定位+品牌优势下带来规模效应显著，品牌溢价+规模优势下高毛利率持续有支撑。**广州酒家的月饼立足大众定位，性价比较高，相比美心、荣华、大班月饼等，性价比良好。我们认为，公司的月饼产品价格定位多元，规模可观，未来随着线上线下进一步发力，规模优势下盈利有支撑。

图23：2019年中秋节月饼品牌排行榜十强



资料来源：艾媒金榜，国信证券经济研究所整理

表3：2019年月饼知名品牌价格对比（天猫官方旗舰店）

品牌	产品	规格	原价	折扣价	备注
广州酒家	双黄白莲蓉月饼礼盒	750g	￥188	￥168	部分时段有优惠至158元或送赠品粽子一袋
美心	双黄白莲蓉月饼礼盒	740g	￥375	￥258	广式月饼代表品牌
荣华	双黄白莲蓉月饼礼盒	740g	￥328	￥178	广式月饼代表品牌
陶陶居	双黄白莲蓉月饼礼盒	720g	￥199	￥149	广式月饼代表品牌
华美	双黄白莲蓉月饼礼盒	880g	￥198	￥99	广式月饼代表品牌
广州酒家	七星冰皮月饼礼盒	540g	￥298	￥208	广式月饼代表品牌
大班月饼	冰皮月饼礼盒	560g	￥358	￥318	广式月饼代表品牌
元祖月饼	雪月饼（冰淇淋）	840g	￥369	￥289	由于冰淇淋的特殊性，运输区域受限
元祖月饼	苏式月饼礼盒	598g	￥338	￥288	苏式月饼代表品牌
安琪	双黄白莲蓉礼盒	710g	￥182	￥142	广式月饼代表品牌
稻香村	玉兔纳福(广式蛋黄月饼)	480g	￥98	￥98	苏式或北京月饼代表品牌
杏花楼	蛋黄莲蓉月饼礼盒	680g	￥138	￥138	上海区域代表月饼品牌，豆沙月饼最为出众

资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理
注：价格均来自天猫旗舰店，折扣价为2019-07-20日查到的预售价

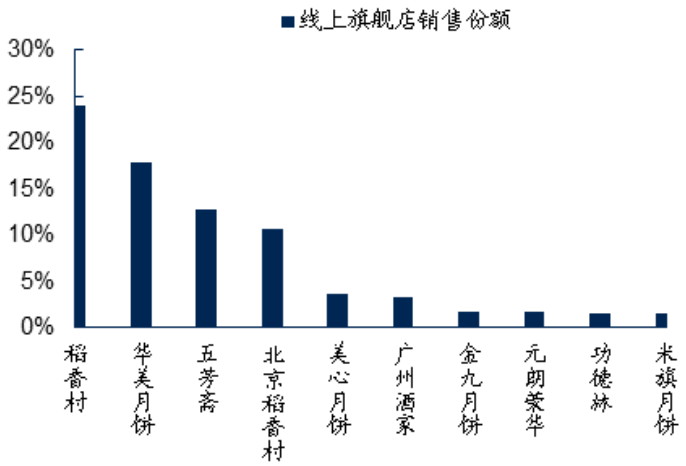
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司看点：短看疫情下加速集中，中看产能支持与扩容

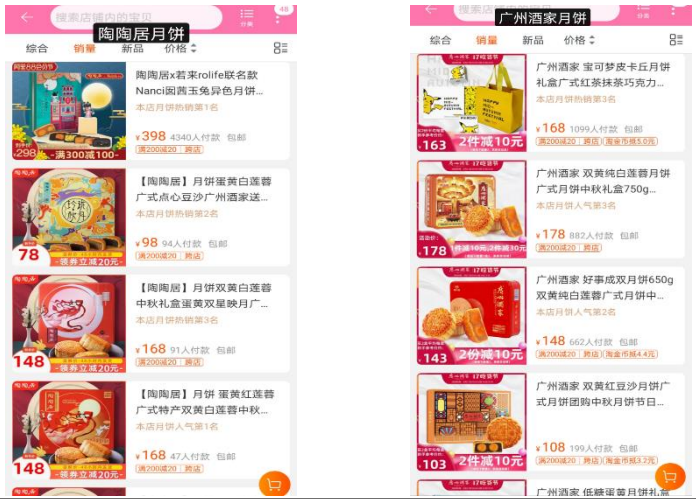
- **结合前述分析，短期疫情下行业有望加速集中，公司作为广式月饼龙头市占率有望进一步提升。**
- **产能扩容支撑中线成长。**目前月饼产能主要系广州利口福、德利丰（产能较小）、粮丰园和湘潭一期。其中湘潭一期19年8月正式投产，预计今年底完全达产，是今年新增产能的主要贡献。未来2-3年还有湘潭二期和梅州二期有部分月饼产能，根据市场节奏逐步释放，支撑公司中长线成长。
- **营销和渠道多元。经销为主，占月饼销售收入估算60%+，近两年积极开拓电商渠道，助力成长。**
- **整合陶陶居，助力月饼品牌多元化成长。**公司2019年7月收购陶陶居，而陶陶居月饼一是品牌定位更加年轻化，可以与公司广州酒家品牌形成互补扩大销售额；二是此前多以OEM代工为主，后续也不排除逐步转化为广州酒家的自身产能生产，进一步提升盈利。

图 24：2019年中秋月饼线上旗舰店销售份额Top10品牌



资料来源：艾媒金榜、国信证券经济研究所整理
注：旗舰店销售数据统计自天猫及京东上各品牌官方旗舰店，时间2019.9.1-12

图25：陶陶居与广州酒家天猫旗舰店月饼



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

●速冻：

差异竞争，短期疫情催化，中线产能支撑

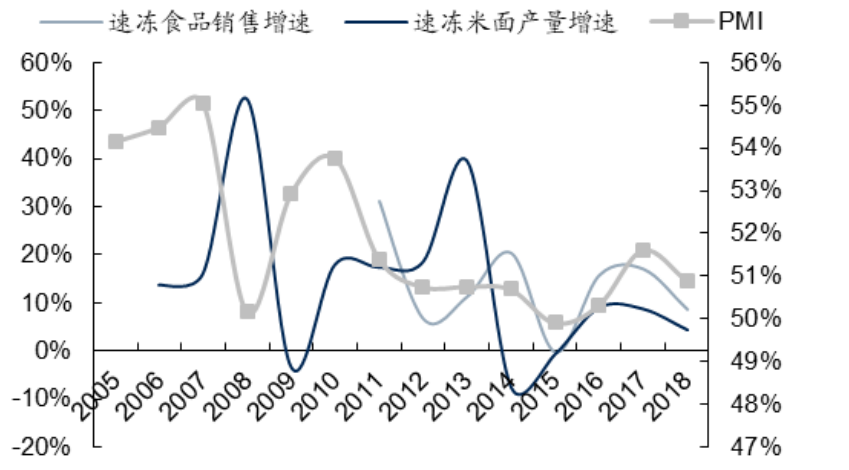
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

速冻行业：传统米面格局初定，但新产品迭代孕育新机会

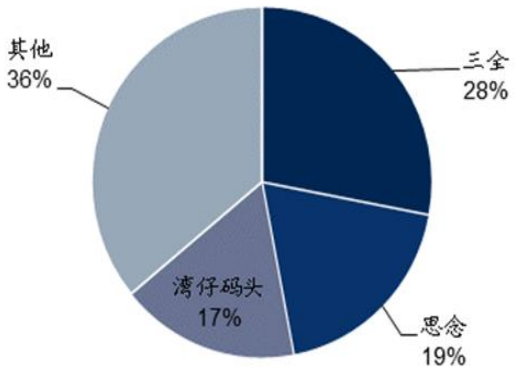
- **行业增长相对平稳，高频消费品周期性弱。**根据国家统计局数据，我国速冻食品制造行业2011-2017年CAGR为8%，处于稳定增长阶段。速冻目前细分品类繁多，既包括传统米面食品，也随着物流和产品研发包括不断兴起的各种地方特色小吃等。
- **传统速冻米面品类竞争格局初定，CR3≈64%，但针对广式点心等速冻新品则市场较分散。传统米面**三全、思念、湾仔码头占据市场前三的份额，CR3≈64%，行业整体较集中。但另一方面，由于消费者口味多样化，核桃包、叉烧包等**粤式点心细分新品领域处于发展阶段**，产品尚处于创新迭代中，市场较分散，单一厂商很难实现全品类覆盖，竞争格局尚未确定，品牌支撑给予部分龙头错位竞争下的成长机会。

图 26：速冻食品受经济周期影响相对较小



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 27：速冻米面竞争格局初定，CR3≈64%



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

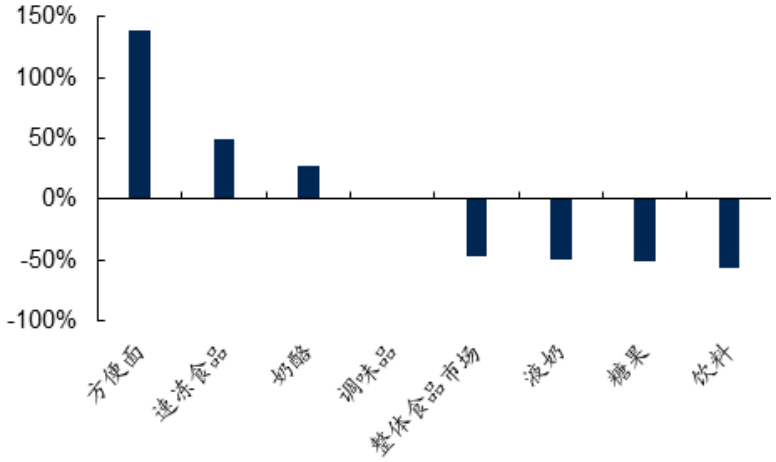
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

速冻行业：疫情期间速冻食品受益，有望加速龙头集中

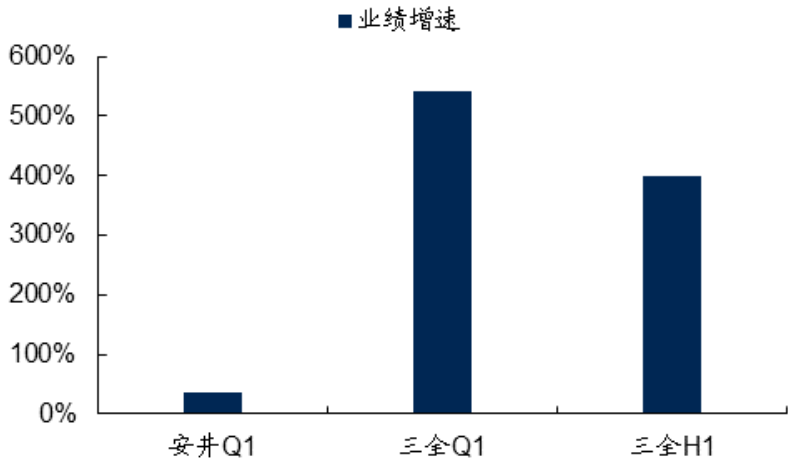
- **疫情期间速冻食品销售额增49%。**根据凯度数据，2020年1.25-2.7，对比19年春节前后两周，速冻食品销售额增长49%，对比19年速冻食品不足5%的增长、以及疫情期间食品市场整体46%的下滑，疫情推动了速冻食品的销售。而且疫情稳定后，速冻食品销售增速虽有放缓，但也处于高位。
- **产品、渠道、供给优势突出的龙头短期有望明显受益于疫情。**疫情突发事件下，速冻食品需求短时间内高增，对速冻企业生产、销售能力等提出更高要求，既有助于支撑龙头经营增长，又有望加速行业集中度提升。从龙头经营表现来看，三全上半年业绩预增380%-420%（Q1增541%），安井Q1业绩增35%，疫情影响下短期收入业绩均实现了高增长。

图 28：疫情期间速冻食品销量同增49%



资料来源：凯度消费者指数，国信证券经济研究所整理
注：疫情期间是2020.1.25-2.7，对比2019年2.2-2.15春节前后两周

图 29：三全等食品龙头上半年业绩高增长



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司看点：后起之秀，聚焦粤式点心错位竞争，优化产能利用

- **速冻：后起之秀，聚焦粤式点心冻品，错位竞争促成长。**国内速冻食品行业：思念、三全、湾仔等龙头此前主要以水饺、汤圆等传统面点为主，安井最早主要以火锅料为主打，辅以手抓饼等。**广州酒家作为该领域的后起之秀，立足餐饮老字号下品牌及技术，聚焦粤菜点心，错位竞争，积极辐射广东及周边市场，并优化公司整体产能利用率**（月饼业务季节性鲜明，淡季闲置）。
- **量价齐升助成长。**2018年公司速冻业务收入5.53亿/+33%，**2011-2019年GAGR达21%**，增长逐步提速。公司速冻收入增长一是销量**近8年CAGR+15%**；二是来自速冻价格的逐步提升，按照每kg计算，速冻产品单价从2011年的15.5元/kg上升至2019年的22.2元/kg，**年均增5%**。

表4：速冻行业龙头主营产品

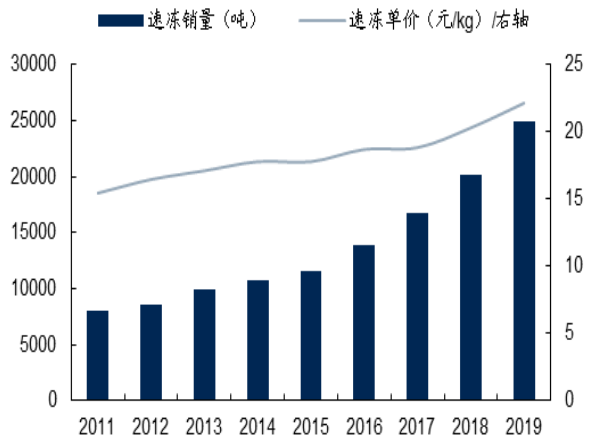
龙头	主营产品
三全食品	速冻水饺/馄饨、粽子汤圆、面点油条、火锅米饭等常温方便速食
思念食品	水饺/云吞系列，红糖馒头等面点系列，小油条、南瓜饼、手撕饼等休闲系列，粽子汤圆等系列，其中2B端以千味央厨为代表（最早与KFC合作安心油条发力）
湾仔码头	水饺系列、云吞系列、汤圆系列、包点系列、面食系列
安井食品	火锅料制品、手抓饼、红糖发糕、桂花糕、紫薯包等新式特色点心
广州酒家	核桃包、虾饺、叉烧包、香菇烧卖、流沙包、奶黄包，酱凤爪、豉汁排骨、糯米鸡等

资料来源:天猫旗舰店、公司官网、国信证券经济研究所整理

图30：广州酒家的代表速冻产品

资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图31：2011年以来公司速冻业务量价变化情况



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

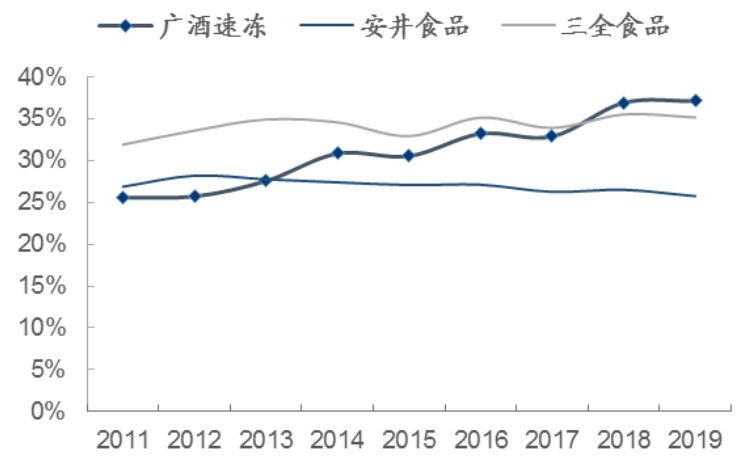
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司看点：C端为主，毛利率相对支撑，规模提升潜力突出

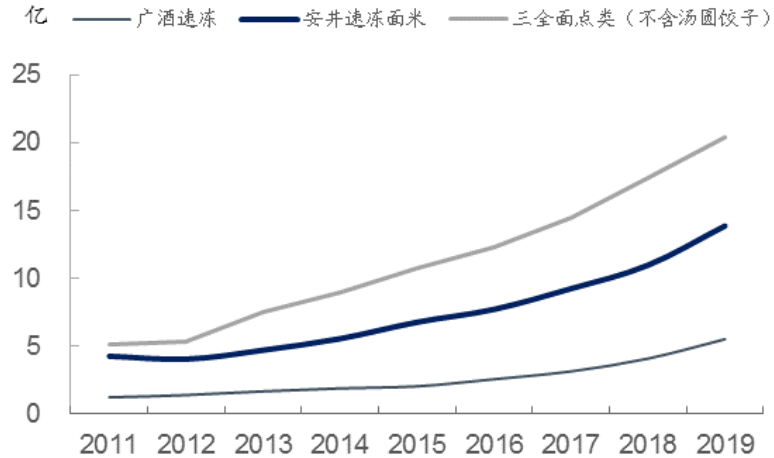
- **毛利率PK：**广州酒家速冻毛利率好于安井和三全，主因C端贡献较大，且近几年毛利率持续提升。
- **规模PK：速冻收入规模仍有较大提升空间。**从绝对规模来看，PK三全、安井等，由于公司在速冻领域发力较晚，其速冻业务收入规模差距较大，未来依托错位竞争仍有较大提升空间。
- 考虑在粤式点心速冻蒸点领域，竞争格局并未完全确定。公司主要竞争对手一是安井、三全、思念等老牌食品龙头跨界竞争，二是广东省内如佛山金城、佛山今逸、香港淘大、东莞龙香等规模相对较小的企业。在广式点心这一细分领域，公司品牌美誉度和技术优势较为凸显，此前受限于产能发力有限，随着产能跨越式发展有望后起直追，公司成为国内速冻粤式点心领域的细分龙头。

图32：广州酒家速冻业务业务毛利率变化趋势及与对手比较



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 33：广州酒家速冻食品收入规模与三全/安井的比较



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

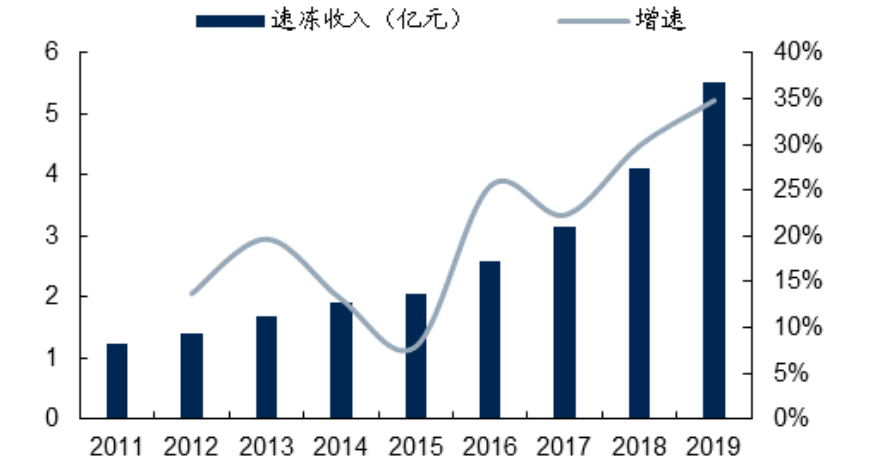
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司看点：短期需求增加，新增产能支撑销售

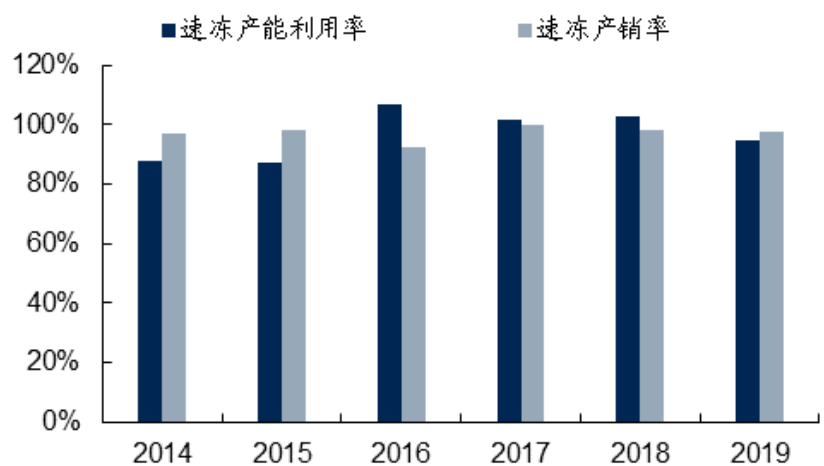
- 近两年速冻销售收入处于高增长状态，2018、2019年分别增30%、35%。**2020Q1公司速冻食品收入同比增长50%**，Q2预计继续保持较快增长，主要系受益于市场需求增加和产能增加。
- **目前产能贡献：**目前公司的速冻产能主要来自于利口福以及粮丰园。其中粮丰园有两条速冻生产线，预计分别于2019年中及年底投产，2019年贡献的产能相对有限，预计今年将主要支撑速冻产能提升。此外部分月饼馅料生产线可与速冻馅料共用。**今年一季度速冻产能几乎满产。**
- **产品：**上半年公司上市多款速冻包点、速冻腊味饭、半成品菜，丰富品类。
- **收入估算：**结合上半年速冻表现及粮丰园产能支撑，预计2020年速冻收入有望增长40-50%+。

图 34：广州酒家速冻食品销售收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 35：广州酒家速冻食品产能利用率、产销率均在100%上下



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

速冻看点：中线产能持续释放，研发支持下丰富品类

- **未来产能规划：**近三年公司速冻产能利用率和产销率约为90%-110%，制约收入增长。未来速冻产能贡献主要来自**梅州和湘潭基地**。其中**梅州基地一期速冻产能预计不低于2.4万吨/年，达产后可实现年均销售收入4.08亿元**，预计今年年末试产、2021年6月前投产、未来2-3年视情况逐步达产。此外**湘潭二期**还有部分速冻产能，预计梅州一期完成后上线（预计2021-2022年完成）。
- **产品：大单品+小新品策略，未来有望提高新品产量。**一方面是用大单品创品牌，另一方面也是受制于产能，所以近几年主要发力核桃包等爆品。未来随着产能的进一步释放，公司可以生产更多单品，并把其他单品的量也做上去。通常每年在广泛研发选品后会推出2-3种速冻新品，一般新产品经过一段时间培育便能产生较好收益。陶陶居也会推出速冻产品，与广州酒家区别定位。
- **渠道：**C端为主，也会根据市场需求发展B端。经销为主（盈利能力优于商超），电商发力创口碑。
- **研发：**加大与高校、社会科研机构的合作力度。推动新品研发及生产技术改进。

表 5：速冻相关产能情况

产能基地	主要品类	产能说明	贡献产能时间
利口福广州基地车间改造	速冻部分技改		2018年开始体现
	速冻剩余部分		2020年底全部完成，2019年部分体现
粮丰园	烘培、速冻类为主	2条速冻生产线	2018年下半年完成收购，2019年中及年底陆续投产，开始有新增产能贡献
湘潭基地	二期预计速冻和烘培概念中心及其他规划，土地面积113亩。	二期估计产能有望1万吨+	二期预计梅州一期完成后上线，预计2021-2022年完成
梅州基地	一期以速冻为主，土地面积122亩。	项目一期预计产能：速冻类产能预计不低于2.4万吨/年，达产后可实现年均销售收入4.08亿元。	2019年8月动工，预计2020年末试产，2021年6月前投产

资料来源:公司公告、公司官网等，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

●餐饮：

疫情下加速行业出清，老字号整合谋求新成长

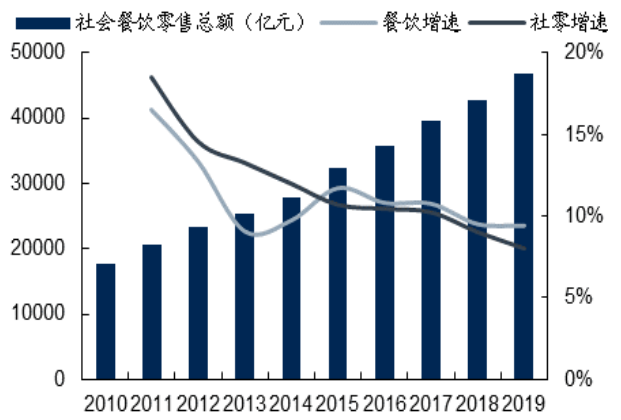
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

餐饮行业：大行业小公司，疫情有望推动品牌集中度提升

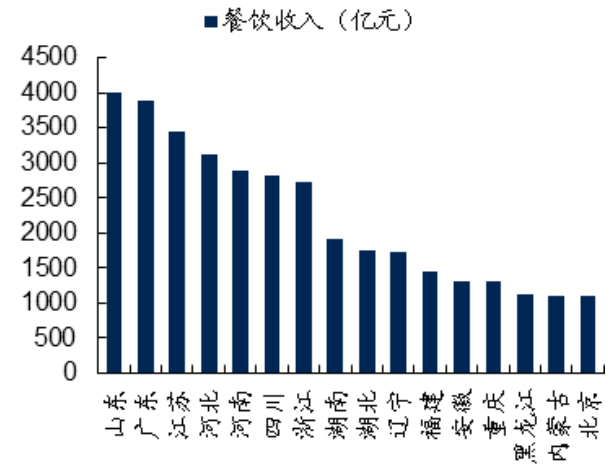
- **餐饮行业空间大，增长平稳，格局分散。**2019年我国社会餐饮零售总额为4.67万亿，近9年CAGR≈11%，增长平稳；因准入壁垒较低，行业竞争激烈、集中度低、淘汰率高。广东作为我国第二大餐饮消费省，正餐以粤菜为主，正餐相对更重视老字号，有一定品牌影响力和壁垒。
- **疫情下餐饮行业明显承压。**今年一季度我国餐饮总收入同比下滑44.3%；Q2开始逐步恢复，但仍同比下滑19%。其中到店餐饮受冲击较大，**外卖一定程度补充。**根据饭店协会数据，50%以上的餐饮企业将关闭20%-80%的门店，3%的餐饮企业将完全退出行业。尤其对于粤菜这种相对偏中高端的菜系，疫情有望加速行业出清，推动品牌集中。

图 36：我国餐饮行业空间大，增长平稳



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 37：广东是我国第二大餐饮消费省



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 38：疫情下餐饮行业承压，目前处于复苏中

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

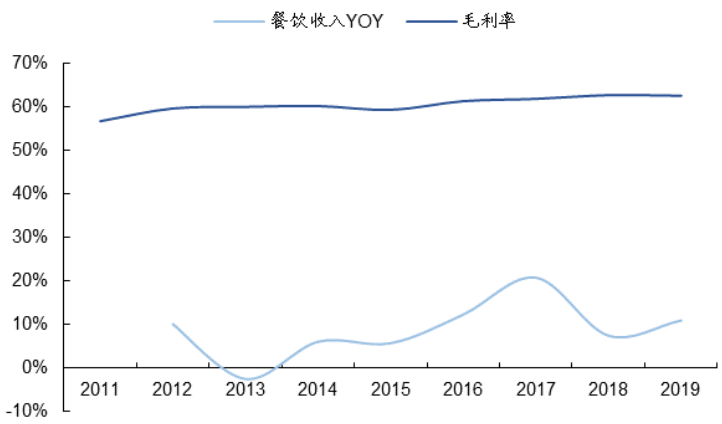
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司看点：老字号品牌支撑稳健发展，疫情下阶段承压

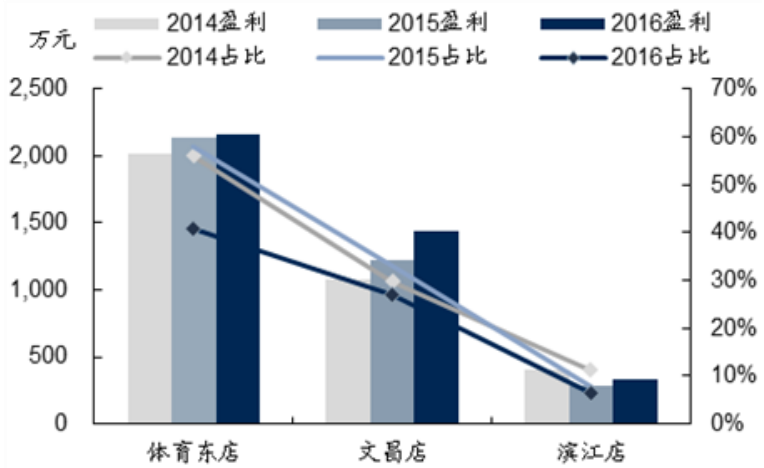
- **广州酒家+陶陶居，老字号品牌优势突出。**公司去年7月收购陶陶居，目前拥有**广州酒家**（1935年）和**陶陶居**（清光绪年间）两大老字号粤菜品牌，其中**广州酒家**以自营为主，**陶陶居**餐饮按收购前协议主要由广州食尚餐饮集团经营（经营权20年），并依托其优势正积极省内外扩张。此外公司还布局天极品、西西地简餐、汤品小店等休闲餐饮品牌，积极多元化扩张。
- **从盈利来看，**公司原有餐饮业务仍主要依靠传统知名老店贡献，**体育东店和文昌店**盈利占其餐饮盈利的比重一度达68%；而陶陶居餐饮方面则主要来自授权经营管理收入，相对稳定。
- **从扩张速度来看，公司餐饮业务主要以每年新开1-2家的速度向珠三角其他城市扩张。**

图39：广州酒家餐饮业务收入增速及毛利率变化



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：体育东路、文昌店、滨江店盈利占餐饮门店盈利比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

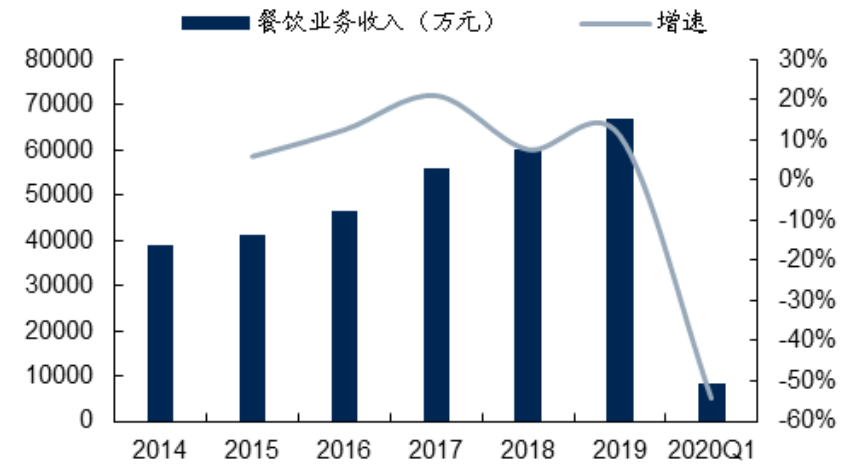
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

公司看点：短期承压但外卖相对支撑，未来平稳展店+探索休闲餐饮

- **短期餐饮业务承压，疫情后仍有望平稳增长。**疫情期间公司部分餐饮门店关闭，2月下旬开始陆续恢复堂食，Q1公司餐饮收入下滑54%。目前17家餐饮门店均已恢复堂食，且Q2翻台率环比改善，并通过外卖补充（上半年外卖销售低基数上同增170%），下半年有望继续恢复。
- **展店计划：**广州酒家餐饮门店计划**每年新增1-2家**，今年已新开1家（广州富力盈通店），此外广州南沙店已进入装修环节，下半年将加快开业；通过校企合作等方式储备厨师。陶陶居主要是授权第三方经营，展店预计会受疫情影响。另外还对广州酒家部分门店及陶陶居总店进行升级改造。
- 陶陶居探索休闲餐饮，在广州新开2间“陶靓汤品”店，主营靓汤+饼酥，有望打开新的增长空间。

图41：公司餐饮业务收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

表 6：近两年新开餐饮店一览

类型	开业时间	门店地址	定位
陶陶居	2019年10月	上海新天地	粤菜
陶陶居	2019年12月	上海新世界城	粤菜
陶靓汤品店	2020年7月	广州广百新一城	休闲餐饮，靓汤+饼酥
陶靓汤品店	2020年7月	广州天河北街	休闲餐饮，靓汤+饼酥
广州酒家	2019年12月	深圳国金中心	粤菜
广州酒家	2019年12月	广州荔胜广场	粤菜
广州酒家	2020年8月	广州富力盈通大厦	粤菜
广州酒家	即将开业	广州南沙城	粤菜
星樾城	2019年5月	广州百福广场	东南亚菜

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- 公司成长四部曲：

  扩产能，广渠道，重研发，强整合

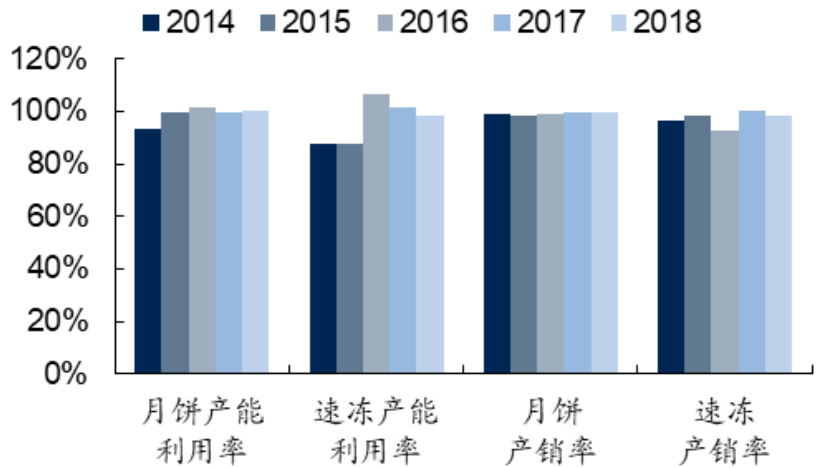
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

扩产能：过往产能瓶颈日益凸显，上市后布局新增产能助力成长

- **1990s投建利口福基地助力公司上一轮崛起，2014年后产能瓶颈制约成长。**90s-00s，公司从餐饮老店向食品集团成功转型，1995年投资的广州利口福基地（包括月饼、速冻、腊味、饼酥等多条产线）功不可没。但2014年后，公司产能制约日益明显，虽阶段有车间改造补充，但整体产能制约较大，2016-2018年公司月饼、速冻和腊味的产能利用率超过或接近100%，产能束缚较明显。
- **上市后自建、收购、参股多管齐下，积极扩产能。**2017年参股德利丰。2018年3月，公告各投资4.5亿元拟新建湘潭和梅州两大重要生产基地。2018年5月，与粮丰园成立合资公司，此后以合资公司收购整合粮丰园（粤西大月饼，辐射粤西，目前持股90%），共同扩产能。

图 42：广州酒家食品业务产能瓶颈约束明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 7：公司湘潭和梅州产能基地公告投资规划情况

投资布局	总投资	公告内容	土地情况	取得土地时间	开工时间
湘潭基地	4.5亿元，自筹投资3.58亿元，产业链投资0.92亿	项目完全达产月饼类/速冻/馅料类产品产能预计分别不低于2,000吨/年、12,000吨/年、6,000吨。	一期用地11.3080万平米，成交总价2391.64万，工业用地，50年	2018年9月	**2018年12月**
梅州基地	4.5亿元。自筹资金约2.5亿元，上下游企业进驻投资约2亿元（2020年调整为分期投建，其中一期投资3.5亿）	扶贫项目，享受财政扶。一期达产后速冻产能预计不低于2.4万吨/年。	一期用地12.9212万平米，成交总价2966万元，工业用地	2018年8月	**2019年8月**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

扩产能：自建收购等并进，新产能基地接连落地

- **利口福：**本部，包括月饼、速冻、腊味、饼酥等多条生产线，近两年主要增量来自车间改造等
- **粮丰园：**收购，辐射粤西，粤西大月饼，预计2019年底相继新上2条速冻产线；
- **德利丰：**参股，烘培类等为主，近两年处于磨合期持续优化中，有一定增量但相对不大；
- **湘潭基地：**自建，香莲产地，辐射华中；包括一二期，一期以月饼和馅料产能为主
- **梅州基地：**自建，扶贫项目，所得税优惠，预计包括4条生产线，产能较大，速冻等为主

表8：公司近几年产能基地建设情况

产能基地	主要品类	产能说明	贡献产能时间
利口福广州基地车间改造	速冻技改+中央配餐+腊味等 速冻剩余部分+冷链配送中心+剩余少量腊味	扩大产能7,040吨，2018年实现销售收入12,022.28万元 估算可以进一步扩大产能7000-12000吨	2018年开始体现 2020年底全部完成，2019年部分体现
德利丰（持股40%）	烘培类为主	2018年产能开始贡献，但磨合期产能有限，2018年公司合计采购德利丰及其关联方4886万元，占公司总采购4.76%，整体贡献预计相对有限	2017年参股，2018年开始合作开始贡献产能，2019年预计磨合期后产能有所增加。
粮丰园（收购，持股90.01%）	烘培、速冻类为主	其中有2条速冻生产线，结合我们跟踪估计2019年底完成建成试产，产量规模好于德利丰，但相对不如湘潭一期。	2018年下半年完成收购，2019年开始有新增产能贡献
湘潭基地（自建）	一期以烘培类为主，二期预计速冻和烘培概念中心及其他规划。一期170亩左右，二期113亩。	项目一期预计产能：月饼类产能预计不低于2,000吨/年，馅料产品产能预计不低于6,000吨/年，公司预计一期达产后可实现销售收入3.81亿元。二期估计产能有望1万吨+	一期2019年8月正式投产，预计2020年底一期完全达产；二期预计梅州一期完成后上线，预计2021-2022年完成
梅州基地（自建）	速冻、腊味和月饼类食品，一期速冻为主，122亩；二期72亩。	4条生产线，产能较大。项目一期预计产能：速冻类产能预计不低于2.4万吨/年，达产后可实现年均销售收入4.08亿元。二期还有进一步补充。	2019年8月动工，预计2020年末试产，2021年产能释放；二期预计2021-2022年

资料来源：公司公告、公司官网等，国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

扩产能：19-22年进入产能释放周期，未来三年产能有望跨越成长

- **2019年开始，公司开始进入产能扩容周期：**一是粮丰园和德利丰等的部分补充，二是湘潭一期部分贡献（2019年8月试产）。
- **2020年新增产能预计来自：**粮丰园2条速冻生产线（19年底左右投产）+湘潭一期全年贡献等。
- **2021-2022年的新增产能预计主要来自：**梅州基地一二期及湘潭基地二期等贡献。
- **结合我们的跟踪，我们粗略估算公司2018、2019年底产能分别为3.3万吨+、4.0万吨+。到2022年底，若上述相继完全达产，公司预计有望新增产能2.5-4万吨，相比2019年食品产能有望增长60-100%，呈现跨越式增长，**且不排除公司根据市场需求调整后续产能规划。

表9：公司近几年新增产能情况估算

时间	公司近几年产能及新增产能估算
2018年	估算产能3.30-3.50万吨（月饼约1.05-1.15万吨，速冻2万吨，腊味约2500-3000吨）
2019年	估算增量：利口福本部持续改造，粮丰园和德利丰等的部分补充，湘潭一期部分贡献（2019年8月试产） 估算产能：4.0-4.3万吨（月饼约1.2-1.3万吨，速冻2.6-2.7万吨，腊味约2700-3200吨）
2020年	估算增量：湘潭一期的全年贡献（月饼及馅料产能为主，其中估计月饼不低于2000吨，馅料不低于6000吨）+粮丰园2条速冻生产线（2019年底左右相继投产）等 估算2020年末产能：4.5-5.0万吨
2021-2022年	主要来自梅州基地一期、二期（预计一期2020年底试产，速冻为主，产能不低于2.4万吨），湘潭基地后续产能等。 估算2022年末产能：6.5-8万吨

资料来源：公司公告、公司官网等，国信证券经济研究所整理估算
注：上述系参考公司公告等信息估算数据，公司可能根据实际需求等情况调整产能规划和安排

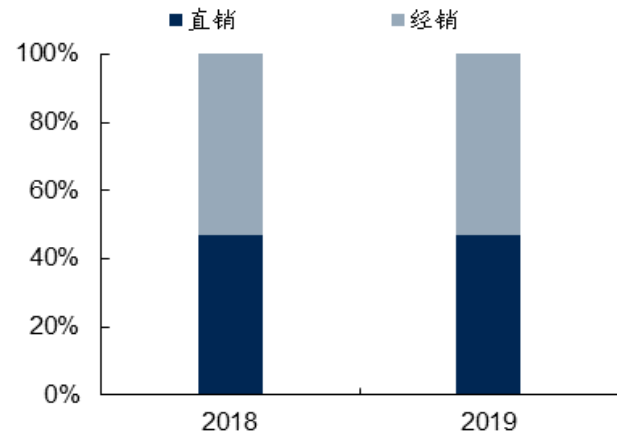
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

广渠道：线上线下全渠道布局，助力跨区域扩张

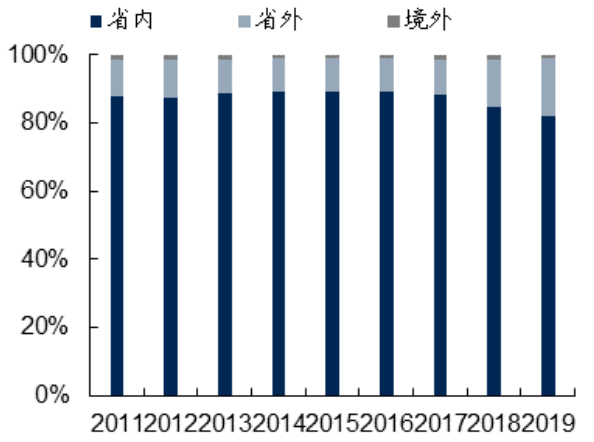
- **食品销售：直销**和**经销：经销**辐射区域较广；而直销主要包括其餐饮、饼屋等连锁门店、大型KA及自营电商渠道等，多以广州区域为主。
- **经销商数量稳步增加，省外收入占比提升。**经销渠道收入占总收入的53%，其中估算月饼的经销收入占比60%+。近几年经销商数量稳步增长，18、19年分别为513、668家，省内为主，省外依托异地基地也不断扩张，18、19年省外经销商分别为160、201，收入占比从14.2%提至16.7%。
- **电商渠道不断发力。**2012年设立电商分公司，此后不断完善，通过自主经营、主流电商全覆盖、开发特供商品等、发展电商经销商等，推动电商收入占比从17年的9.56%提至19年的13.08%。
- **商超渠道：**费用较高，盈利贡献相对受限，但有助于品牌推广。

图 43：直销、经销渠道销售占比



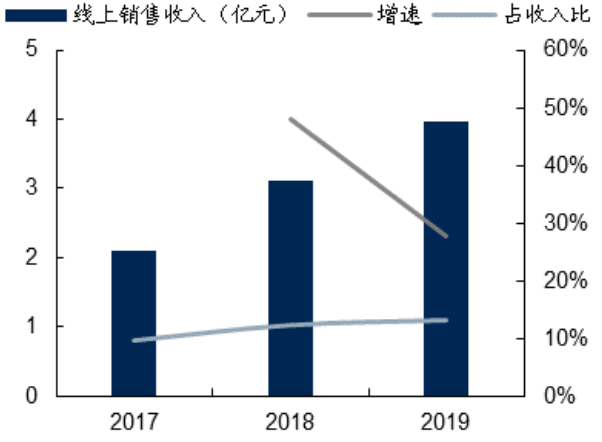
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 44：省外销售占比逐步提升



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 45：线上销售收入情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

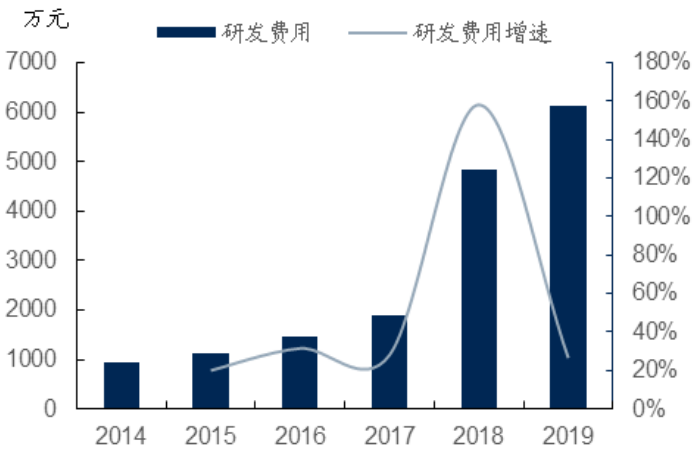
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

重研发：加大研发投入，不断推陈出新

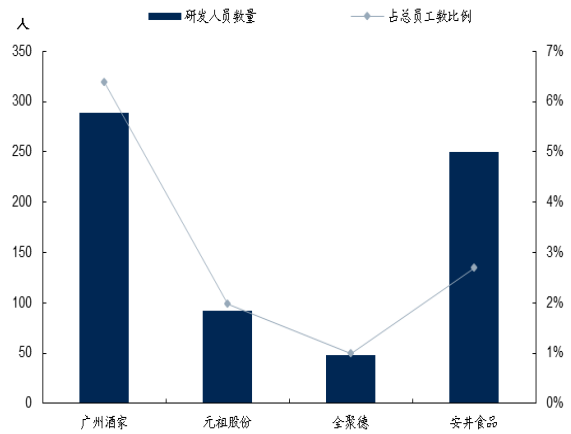
- **加大研发投入，不断推陈出新。**近几年公司持续加大研发投入，2014-2019 年研发费用复合增 46%。公司目前**研发人员数量上，也明显超过同类可比公司，同时公司研发人员占员工总人数比例最高，也侧面印证公司对产品研发的重视。**公司食品业务持续推陈出新，尤其利用其餐饮粤菜点心的优势和技术基础不断升级。一是月饼方面推出榴莲冰皮、流心奶黄、大师系列等月饼，二是速冻除了原有核桃包等点心系列，还推出各类汤品等；三是结合疫情宅消费特征，推出佛跳墙、盆菜等菜式以及网红下午茶盒子蛋糕等。此外，**结合前文所述，产品研发还助力客单价持续提升。**
- 2017年，利口福被认定为广东省 2017年第二批高新技术企业，2017-2019享受优惠所得税率15%。未来考虑公司技术投入持续加大，其所得税优惠利率有望持续争取。

图46：公司研发费用保持较快增长



资料来源：公司公告、招股说明书、国信证券经济研究所整理

图47：公司研发人员数量对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图48：公司产品积极推陈出新

资料来源：天猫旗舰店，公司官网等、国信证券经济研究所整理

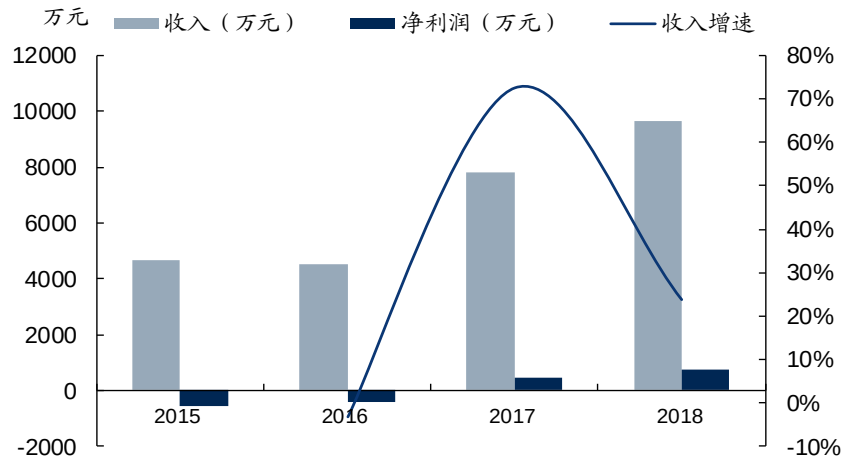
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

强整合：国资背景支撑，有望持续强化外延整合

- **上市后积极股权合作扩张。**公司上市后一与粮丰园成立合资公司，持股90%，扩充产能，二是参投德利丰公司（持股40%），部分补充；三是参股广州市美时包装材料公司（公司持股40% ），加速上下游合作。四是参股的农业专业合作社衡东合作社（分红比例20%，蛋黄生产）等，加强质量管控，保证稳定的供应关系。**未来公司还有望继续股权合作，加速产业链上下游扩张。**
- **广州国资支持下，收购老字号牌陶陶居，有望互补协同。**2019年7月，公司公告以19,982万元收购同属广州国资控股的陶陶居100%股权。陶陶居系中华老字号，主营食品（月饼）+餐饮。其中餐饮始于1880年，广式茶楼代表，主要授权食尚国味经营省内外扩张，老字号价值突出；食品则与公司在生产、销售协同效应显著，且陶陶居月饼定位相对更年轻、多元化，可与公司互补成长

图49：陶陶居收入和业绩增长情况



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

表10：陶陶居公司品牌影响力

获奖时间	获奖名称	授予单位
1993年	中华老字号	国内贸易部
1998年	国家特级酒家	国内贸易部
2005年6月	被授予广州市登记保护文物单位	广东省文物保护委员会
2013年1月	被授予广东省著名商标	广东省工商行政管理局
2014年3月	百分百香港名牌大奖大湾区标志奖	百分百香港名牌大奖委员会
2015年3月	最受欢迎“广州十大手信”生产企业	广州老字号协会
2017年1月	2016广东年度经济风云榜“创新奖”称号	广东年度经济风云榜委员会
2017年3月	陶陶居凤梨酥”被评为“2017中国烘焙美食文化节活动”金奖	中国食品工业协会面包糕饼专业委员会
2017年5月	2016中国烘焙行业最具影响力传统十大民族品牌	中国食品工业协会面包糕饼专业委员会
2017年9月	2017年广州品牌百强企业	2017年广州企业家年会暨颁奖盛典

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

- 投资建议：

  稳健品种，月饼短有弹性，速冻长有期待

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

盈利预测：具体分业务预测结果

表11：公司分业务拆分预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
月饼收入	80,130	89,777	103,842	121,080	146,506	174,782	187,969
月饼yoy	5%	12%	16%	17%	21%	19%	16%
速冻收入	25,852	31,608	41,044	52,126	73,498	100,693	170,987
速冻yoy	25%	22%	30%	27%	41%	37%	39%
腊味收入	15,308	15,700	17,898	20,046	24,656	30,574	43,743
腊味yoy	17%	3%	14%	12%	23%	24%	20%
其他食品	23,244	23,855	26,407	29,576	35,196	41,883	45,501
其他食品yoy	15%	3%	11%	12%	19%	19%	19%
食品制造合计	**144,533**	**160,940**	**189,192**	**222,828**	**279,857**	**347,932**	**448,200**
食品制造yoy	11%	11%	18%	18%	26%	24%	25%
餐饮	**46,308**	**55,931**	**60,101**	**64,909**	**71,400**	**78,540**	**78,487**
餐饮yoy	12%	21%	7%	8%	10%	10%	5%
其他	**2,765**	**2,050**	**4,420**	**4,862**	**5,591**	**6,430**	**6,132**
其他yoy	29%	-26%	116%	10%	15%	15%	16%
合计	**193,606**	**218,921**	**253,713**	**292,599**	**356,848**	**432,902**	**532,819**
合计yoy	11%	13%	16%	15%	22%	21%	21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

投资建议：稳健品种，月饼短有弹性，速冻长有期待，维持“买入”

- 考虑速冻持续发力和月饼后续成长，我们略上调公司20-22年EPS为0.90/1.36/1.64元（此前为0.87/1.32/1.59元），对应估值48/32/27倍。
- 公司未来成长：一扩产能，公司2019年开始进入产能扩容周期，依托粮丰园、德利丰补充及湘潭、梅州基地建设，未来3年产能有望增60-100%；二广渠道，线上电商积极发力，线下经销、直销扩张助力跨区域扩张；三重研发，产品推陈出新，关注后续提价能力；四强整合，收购陶陶居，以股权合作方式参股上下游，疫情后有望加速整合扩张。总体来看，公司所处行业稳健增长，疫情下月饼有望加速集中，速冻催化下带来新机遇，且未来2-3年产能释放带来增长相对确定和可预期，公司动态估值和涨幅相对处于同题材板块洼地，给予未来6-12个月合理价格54元（对应21年40x，25%空间），维持“买入”评级。

表12：同类公司估值比较

代码	简称	股价（8-20）	EPS（元）				PE				PEG (2019)	总市值（亿元）
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
603043.SH	广州酒家	43.60	0.95	0.90	1.36	1.64	46	48	32	27	2.29	176
可比公司												
603345.SH	安井食品	175.26	1.58	1.90	2.57	3.26	111	92	68	54	4.06	414
603886.SH	元祖股份	19.10	1.03	1.13	1.29	1.45	19	17	15	13	1.54	46
002216.SZ	三全食品	35.51	0.28	0.63	0.66	0.76	129	56	54	47	3.21	284
002186.SZ	全聚德	11.95	0.14	0.05	0.24	0.47	83	263	50	25	1.71	37
均值							85	107	47	35	2.63	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测（可比公司的盈利预测均来源于Wind一致预期）。
备注：表中货币单位均为人民币。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

风险提示

- **盈利预测的风险**
- 如果公司销售情况欠佳，产销不对路，可能收入增速低于预期。
- 利口福高新技术认证2019年之后如果不能继续申请认证，则公司的所得税率可能提升。
- 餐饮如果核心门店租约续期情况不佳，或租金大幅上涨，可能导致餐饮盈利业绩低于预期。
- **食品安全和食品卫生风险**
- 一旦因某食品安全问题或食品卫生等引发媒体关注，或餐饮加盟店管控不达预期导致相关食品卫生或安全风险，都可能直接影响品牌声誉度，对品牌和产品销售会有直接较大负面影响。
- **收购整合风险**
- 公司收购整合可能不达预期。
- **市场风险**
- 新基地建设进度可能低于预期。
- 原材料等价格上涨，可能面临毛利率下滑的风险。同时如果产品创新不足，其他同类竞争对手领先抢夺市场，可能影响其食品业务成长并损失市场。餐饮新开店可能因竞争激烈不达预期。
- 产能提升后可能因为销售欠佳，渠道扩充有限，食品业务的销量不达预期。
- **宏观经济、政策等：**餐饮酒楼业务受宏观经济波动和政策影响较大；月饼销售受政策影响较大，不过去三公后，近几年大众消费相对主导，影响已经相对可控。疫情对餐饮等业务影响较大。
- **其它风险：**国企改革进度可能低于预期。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com